



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Teixeira da Silva, 217, 8º e 9º andares - Vila Mariana, São Paulo/SP. – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM SEI Nº 19957.003286/2024-90

Reg. Col. 3301/25

Acusados: More Invest Gestora de Recursos Ltda.; Cadence Gestora de Recursos Ltda.; João Adamo Junior; Erlon Caramuru Tomasi; Alberto Coppola Bove; e Marcos Navajas.

Assunto: Apuração de possível realização de operações fraudulentas, relacionadas à destinação de recursos da UEG Araucária Ltda., por meio do Índico Fundo de Investimento Multimercado Crédito Privado, a ativos direta ou indiretamente vinculados à GBX Tietê II Empreendimentos e Participações S.A., entre outubro de 2014 e setembro de 2017.

Relator: Diretor João Accioly

VOTO

I. SÍNTESE INTRODUTÓRIA

1. Para a Acusação, parte relevante do caixa da UEG Araucária Ltda. (“UEGA”), sociedade limitada controlada pela Copel (80% das quotas, direta e indiretamente) e com participação da Petrobras (20%), foi conduzida a um empreendimento imobiliário pré-operacional em Osasco/SP, desenvolvido pela GBX Tietê II Empreendimentos e Participações S.A. (“GBX”). O caminho foi um fundo exclusivo da UEGA, o Índico Fundo de Investimento Multimercado Crédito Privado (“Fundo Índico”), que adquiriu no mercado secundário cotas do Osasco Properties FII (“Osasco FII”), cujo ativo era composto quase integralmente por ações da GBX. Ao fim, a UEGA era a maior cotista individual do Osasco FII, com 30,23% das cotas e R\$ 118,66 milhões investidos (TA §29), e a exposição do Fundo Índico às ações da GBX alcançava 90,44% de seu ativo em dezembro de 2017 (TA §65).

2. A Acusação qualifica esse conjunto como operação fraudulenta. O artil estaria (i) na contratação de uma administração de carteira não discricionária cuja política de investimentos se limitava a ativos de renda fixa, seguida da alocação dos recursos em fundo exclusivo que adquiriu ativos ilíquidos; (ii) na inobservância das alçadas do contrato social da UEGA, por meio de transferências sucessivas de R\$ 1 milhão num mesmo dia; e (iii) na alteração do resgate no regulamento do Fundo Índico de D+4 para D+1440 em 16.6.2015, supostamente sem que a informação chegasse à equipe contábil da UEGA (TA §§233-244). Induzidos e mantidos em erro teriam sido as sócias da UEGA, em especial a Copel, companhia aberta, e os usuários de suas demonstrações financeiras, que classificavam o investimento no ativo circulante como fundo de liquidez imediata atrelado a 110% do CDI (TA §§245-248). A vantagem ilícita seria o lucro que



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Marcos Navajas e Alberto Bove, idealizadores do projeto, auferiram na venda de suas cotas no mercado secundário (TA §§25 e 32).

3. Os acusados são Erlon Caramuru Tomasi, diretor financeiro-administrativo da UEGA à época; More Invest Gestora de Recursos Ltda. (“More”) e Cadence Gestora de Recursos Ltda. (“Cadence”), gestoras do Fundo Índico em diferentes períodos; João Adamo Junior, diretor responsável por ambas em momentos distintos; e Marcos Navajas e Alberto Coppola Bove.

4. Adianto a conclusão pela absolvição de todos. Não é que os fatos sejam irrelevantes, nem que a conduta de todos tenha sido regular por todos os ângulos jurídicos possíveis: há nos autos elementos que, a meu ver, talvez justificassem aprofundamento investigatório para eventuais imputações diversas. Porém, os elementos caracterizadores da infração de operação fraudulenta não estão presentes para qualquer dos acusados. O que a peça acusatória costura como um só esquema é, examinado de perto, composto por três planos distintos: uma decisão de alocação do caixa de uma sociedade fechada, discutivelmente tomada de maneira incompatível com o desenho de sua governança; uma gestão de fundo exclusivo discutivelmente em descompasso com a política de investimentos contratada com sua cotista única; e a venda, no mercado secundário, de participações por seus titulares originários. Cada plano tem seu autor. Falta o fio que os una num mesmo desígnio fraudulento.

II. PRELIMINARES

• *Inépcia do Termo de Acusação e falta de individualização das condutas*

5. As defesas de Marcos Navajas e Alberto Bove sustentam a inépcia do Termo de Acusação, por não descrever qualquer ato por eles praticado com o objetivo de induzir terceiros em erro. Segundo Marcos Navajas, as passagens da peça acusatória relativas ao artil e à indução em erro tratam da conduta de outros acusados, e a ele só se dirige a alegação de vantagem ilícita.

6. A observação é pertinente, mas não é de forma. A peça acusatória descreve os atos que atribui a cada um e capitula a infração que considera ser materializada por tais atos, como a venda das cotas e o ganho que dela teria resultado. Se esses atos bastam para configurar a infração é questão de mérito, e como tal a examino adiante¹. Voto por rejeitar a preliminar.

• *Incompetência da CVM e ilegitimidade passiva*

7. Marcos Navajas e Alberto Bove sustentam também que os negócios de que participaram seriam privados, entre partes que não se submetem à fiscalização da CVM, de modo que faltaria competência à Autarquia e legitimidade passiva aos acusados.

8. Tenho que a preliminar não procede. As cotas de fundos de investimento imobiliário são valores mobiliários (art. 3º da Lei 8.668), e a vedação à operação fraudulenta alcança os demais

¹ Caso Brazil Realty / Banco Master (PAS CVM nº 19957.007976/2020-94), de minha relatoria, voto de 8.9.2026, §18: “Como requisito objetivo e formal do Termo de Acusação (...), a individualização da conduta é pressuposto de validade da peça. (...) Coisa distinta é saber se, quanto a cada acusado, essa imputação vem acompanhada da prova e da demonstração da presença dos requisitos da infração, o que já se torna questão de mérito e não vício de forma.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

participantes do mercado, expressão em que se enquadram quaisquer pessoas que negociem valores mobiliários, sem qualificadoras como “regularmente” ou “mediante registro”². Tomada por verdadeira a tese acusatória, os acusados teriam alienado valores mobiliários com a finalidade de obter vantagem ilícita; se a tese é verdadeira é, de novo, questão de mérito. Por isso, voto por rejeitar a preliminar.

- ***Irretroatividade da norma sancionadora***

9. João Adamo e Cadence alegam nulidade da peça acusatória por capitular a conduta no art. 2º, III, c/c art. 3º da Resolução CVM 62, editada em 2022, quando os fatos ocorreram entre 2014 e 2017, sob a Instrução CVM 8. Acrescentam que o vício seria insanável, pois não caberia à Acusação aditar a peça para trocar a norma depois de apresentadas as defesas.

10. Estas duas premissas são corretas: não se pode aplicar retroativamente norma sancionadora em prejuízo do acusado; e a conduta deve ser julgada pelos padrões vigentes à época³. Mas elas não se aplicam ao caso. A conduta descrita já era típica ao tempo dos fatos, no item I c/c item II, “c”, da Instrução CVM 8, com os mesmos elementos que a Resolução CVM 62 manteve. Não houve criação de infração nem agravamento de regime, mas apenas uma referência aos dispositivos que hoje veiculam a mesma norma. Os acusados se defenderam dos fatos e dos elementos do tipo, idênticos em ambos os textos, e nada precisa ser aditado: cabe ao julgador aplicar ao fato o dispositivo vigente ao tempo em que foi praticado. O lapso, puramente formal, até pode justificar uma chamada pela desatenção, mas não uma nulidade.

11. A situação é diversa daquela em que recusei, recentemente, a adoção de tese condenatória distinta da imputada⁴. Lá, a construção alternativa descrevia outra conduta, da qual a defesa não havia podido se defender. Aqui, o fato, os elementos e a consequência jurídica são os mesmos; muda apenas o número do dispositivo, pelo que voto por rejeitar a preliminar.

- ***Prescrição***

12. Marcos Navajas, João Adamo e Cadence alegam a prescrição da pretensão punitiva, por terem decorrido mais de cinco anos entre os fatos e a instauração. A defesa de Marcos Navajas sustenta, ainda, que o art. 2º, II, da Lei 9.873 só admitiria uma única interrupção por ato de apuração, sob pena de tornar a pretensão, na prática, imprescritível.

13. Embora deontologicamente minha posição seja a de que a prescrição só poderia se interromper uma vez para fins punitivos, ainda não conheço argumento baseado no direito

² PAS CVM nº 19957.007626/2019-94, de minha relatoria, j. em 3.12.2024, §41: “Se a pessoa usa o mercado de capitais para praticar ilícitos, ela participou dele. Seria o cúmulo poder usar o mercado apenas para praticar ilícitos, isento de consequências na esfera administrativa.” No mesmo sentido, PAS CVM nº 19957.008718/2020-25, de minha relatoria, julgamento concluído em 16.12.2025, §§9-11 do voto de relatoria, bem como o §11 do voto de relatoria do Brazil Realty / Banco Master, citado na nota de rodapé 1.

³ PAS CVM nº 19957.007626/2019-94, de minha relatoria, j. em 3.12.2024, §12: “Não é legalmente admissível retroagir uma norma sancionadora em prejuízo do réu. É preciso julgar com os padrões então vigentes.”

⁴ Manifestação de voto no PAS CVM nº 19957.003612/2020-35, Rel. Pres. Int. Otto Lobo, de 28.7.2026, §§14 e 39. Ali, a tese do voto-vista não se limitava a corrigir o dispositivo: descrevia conduta diversa da imputada – a inércia na correção de informação, e não a divulgação de informação falsa –, sobre a qual a defesa não havia tido oportunidade de se manifestar.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

positivado que me permita decidir assim. Em todo caso, a discussão sobre o número de interrupções admissíveis me parece perder o objeto neste caso. Nos termos do art. 1º, §2º, da Lei 9.873, quando o fato objeto da ação punitiva da Administração também constituir crime, a prescrição rege-se pelo prazo previsto na lei penal. A interpretação que o Colegiado utiliza, que me parece compatível com o texto legal, não exige que haja ação penal instaurada, bastando que o fato descrito na acusação se amolde, pela mesma tese da acusação, a um tipo penal⁵.

14. É o caso. A peça acusatória aponta indícios dos crimes dos arts. 4º e 6º da Lei 7.492 e propõe a comunicação ao Ministério Público (TA §331), e a narrativa de gestão de recursos de terceiros com emprego de artifício e de informação falsa a sócios e investidores ajusta-se, em tese, àqueles tipos. O art. 4º comina pena máxima de 12 anos, a que corresponde prazo prescricional de 16 anos; mesmo o art. 6º, de pena menor, atrai prazo de 12 anos⁶. Contado do fato mais antigo, de outubro de 2014, e tomado o menor desses prazos, ele não se esgotou até a citação dos acusados, em 2024, e sequer até esta data. Voto, assim, pela rejeição da preliminar.

III. MÉRITO

• *O tipo, seus elementos e o que ele não é*

15. O Termo de Acusação atribui os ardis em conjunto a Erlon Tomasi, João Adamo, More e Cadence (TA §244), e a vantagem a Marcos Navajas e Alberto Bove. Mas a pergunta sobre o que cada um fez, com que conhecimento e para quem pretendia a vantagem precisa ser respondida para cada um.

16. A vantagem não precisa ter sido obtida, pois a infração é formal, nem precisa ser do próprio agente: pode ser buscada para terceiros⁷. Mas a finalidade tem de ser do agente, e o dolo tem de ser específico. Não há fraude culposa, nem fraude por omissão genérica em deveres de fiscalização, ainda que deliberada⁸.

17. Ademais, a operação fraudulenta não é uma cláusula geral destinada a capturar o descumprimento de contratos, de estatutos ou de políticas de investimento, por mais graves que sejam. Descumprir uma obrigação pode ser ilícito, pode ser negligente, pode até ser desleal, sem ser fraude: cada tipo tem seus próprios elementos. Disse algo semelhante, recentemente, a

⁵ Como registrei na nota de rodapé 6 do voto que proferi no PAS CVM nº 19957.001254/2023-79, de minha relatoria, de 27.5.2025, uma imputação de operação fraudulenta ou de quebra de lealdade poderia, conforme o caso, superar “até o óbice da prescrição, por atração do prazo da prescrição penal”.

⁶ Código Penal, art. 109: a prescrição, antes de transitar em julgado a sentença final, regula-se pelo máximo da pena privativa de liberdade cominada ao crime, verificando-se em dezesseis anos se o máximo da pena é superior a oito e não excede a doze (inciso II), e em doze anos se superior a quatro e não excede a oito (inciso III). A Lei nº 7.492/1986 comina ao art. 4º, caput, pena de reclusão de 3 a 12 anos e ao art. 6º, de 2 a 6 anos, ambas cumuladas com multa.

⁷ PAS CVM nº 19957.007626/2019-94, de minha relatoria, j. em 3.12.2024, §§57 e 64: a vantagem ilícita é “a apropriação de patrimônio das vítimas sem a contrapartida prometida que as fez consentir com a transferência”, e “[c]omo qualquer ilícito contra o patrimônio, o que se protege é a propriedade da vítima, não importando o enriquecimento do infrator, de modo que o benefício em todo tipo infracional é sempre para si ou para terceiros”.

⁸ PAS CVM nº 19957.007626/2019-94, de minha relatoria, j. em 3.12.2024, §§65 e 77, em que afastei tanto a “fraude por omissão culposa”, cuja impossibilidade é consolidada neste Colegiado, quanto a omissão genérica, ainda que dolosa, em deveres de supervisão, por lhe faltar a especificidade do dolo.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

propósito do dever de lealdade do art. 155 da Lei 6.404, cujo texto não comporta uma espécie de válvula geral de captura de qualquer inobservância de comando interno⁹.

III.I. ERLON TOMASI

18. Erlon era o diretor financeiro-administrativo da UEGA e integrava seu Comitê Administrativo, ao lado do diretor técnico e do diretor comercial. Os autos lhe atribuem, sem controvérsia relevante, a decisão de contratar a More (TA §132), a assinatura, com o diretor técnico, do contrato de administração de carteira e das procurações que viabilizaram os investimentos, e a condução do relacionamento com as gestoras. O diretor técnico declarou ter assinado apenas porque o contrato social exigia duas assinaturas e que a matéria cabia ao diretor financeiro (TA §§115-118), versão que o próprio Erlon corroborou ao afirmar que a decisão fora só dele (TA §153). Recebeu em 2015 parecer da Petra Corretora desaconselhando o investimento na GBX e decidiu prosseguir (TA §149). E, em declaração à imprensa em 2018, afirmou ter dado “carta branca” à gestora, sabendo o que ela comprava.

19. Não constam dos autos razões de defesa de Erlon Tomasi. A revelia, porém, não importa confissão nem torna incontroversas as alegações da Acusação (art. 28 da Resolução CVM 45), pelo que examino a imputação à luz do conjunto probatório e das defesas dos demais acusados.

(a) As alçadas do contrato social e as transferências fracionadas

20. O §7º da cláusula sétima do contrato social da UEGA atribuía ao Comitê Administrativo a condução dos negócios diários, “incluindo (...) efetuar transferências monetárias e investimentos em nome da Sociedade”. Ao mesmo tempo, vedava, sem prévia aprovação do Comitê Deliberativo, assumir contratos, incorrer em obrigações ou alienar e onerar bens de valor superior a R\$ 1 milhão; acima de R\$ 25 milhões, exigia-se deliberação das sócias por 81% do capital. A Acusação sustenta que os aportes no Fundo Índico, somando mais de R\$ 118 milhões, deveriam ter passado por essa instância decisória.

21. É uma leitura plausível, e talvez até a que melhor corresponda à vontade das sócias ao desenhar a governança da sociedade: soa incongruente submeter a limites um contrato de mero custeio e dispensar deles um investimento de dezenas de milhões. Mas, em sede punitiva, não se pode ignorar que o texto coloca “investimentos” no rol do que o Comitê Administrativo pode fazer, e não no do que depende de aprovação superior.

22. E ainda que se adote a leitura da Acusação, descumprir limite interno de alçada não é, por si, ardil de operação fraudulenta. Em julgado recente, o Colegiado não enxergou deslealdade na recompra de ações acima do sublimite fixado pelo conselho de administração, quando voltada a benefícios para a própria companhia¹⁰. Aqui, as razões que Erlon Tomasi declarou para o investimento – reduzir os dividendos distribuídos às sócias, diante da exigência de distribuição de

⁹ Meu voto no PAS CVM nº 19957.003612/2020-35, Rel. Pres. Int. Otto Lobo, de 28.7.2026, §18, a propósito do art. 155 da Lei 6.404: seu texto “não comporta, nem me parece ter sido pensado para comportar, uma espécie de válvula geral de captura de qualquer inobservância de determinação interna”.

¹⁰ Idem da nota de rodapé 9, §§22 e 24.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

95% do lucro pela Copel, e constituir um ativo que pudesse garantir futura linha de crédito (TA §143) – podem ser discutíveis, e até contrárias ao que as sócias queriam. Mas estão voltadas à própria UEGA, não a Erlon Tomasi nem a terceiros.

23. Quanto às transferências fracionadas, Erlon confirmou que, quando os valores a pagar ou investir excediam sua alçada, fazia transferências sucessivas de R\$ 1 milhão, atribuindo o expediente à limitação imposta pelo banco, e declarou ter pedido diversas vezes a revisão das alçadas (TA §§95-96 e 139). É, sem dúvida, um artifício no sentido comum da palavra, e revela que ele próprio considerava o limite aplicável – o que é indício relevante de consciência. Mas o Termo de Acusação não reconstitui os 24 aportes no Fundo Índico, com datas, valores e forma de execução, nem demonstra quais foram feitos pelo expediente, ou se decorreram de uma decisão única executada em parcelas ou de decisões autônomas, o que faz toda a diferença para a caracterização da conduta¹¹. E mesmo reconstituídos, o que revelariam é o contorno de um controle bancário que refletia a governança interna da UEGA. Pode até ser considerado um “artifício” para burlar um bloqueio, mas não para obter vantagem indevida.

(b) A classificação contábil do investimento

24. Neste ponto a Acusação pisa em terreno mais firme. Há inconsistência objetiva nas demonstrações financeiras da UEGA, que classificavam o Fundo Índico no ativo circulante como “Fundo exclusivo com benchmark de 110% do CDI (...) com *liquidez imediata*” (TA §48), quando o fundo detinha cotas ilíquidas de um empreendimento pré-operacional e, desde 16.6.2015, previa resgate em D+1440. As demonstrações foram reapresentadas, o investimento foi reclassificado como participação em coligada e as perdas foram reconhecidas (TA §§186-187). Este Colegiado já reconheceu que a Copel foi induzida a erro por esses investimentos, “encobertos” pela UEGA¹².

25. Falta, porém, o dolo de obter vantagem indevida. Perguntado sobre a classificação, Erlon Tomasi respondeu que não revisava as demonstrações e que se trataria de “um erro da auditoria”, confirmando, após questionado, que a classificação estava incorreta (TA §155). A Acusação lê a resposta como declaração de conhecimento contemporâneo (TA §50), mas não é o que ela diz: confirmar em 2023 que a classificação estava errada não é o mesmo que ter esse conhecimento em 2015 e 2016. Há, de um lado, a responsabilidade de Erlon Tomasi, com a Coordenação Financeira e Contábil, pela elaboração das demonstrações (TA §247) e a informação de que a alteração do prazo de resgate teria ficado restrita a dois diretores (TA §243). De outro, a defesa de João Adamo e Cadence junta e-mail de 5.8.2015, enviado por funcionária da More à contabilidade da UEGA, com relatório mensal da posição consolidada da carteira, o que indica que a informação sobre a composição do fundo chegou, ao menos em algum momento, à área contábil.¹³

¹¹ PAS CVM nº 19957.001254/2023-79, de minha relatoria, de 27.5.2025, §9: “Centrada a valoração na esfera decisória subjetiva do agente, sua conduta só pode ser avaliada como apenas uma, se apenas uma for a decisão de agir, sendo também apenas uma a decisão de parar de agir.”

¹² PAS CVM nº 19957.009104/2019-27, Rel. Dir. Otto Lobo, j. em 25.4.2023, §40, transcrito no item 47 do Termo de Acusação.

¹³ Defesa de João Adamo e Cadence, §134: “há registro, por exemplo, de e-mail enviado em 05.08.2015 por funcionária da More Invest a funcionários do setor de contabilidade da UEGA, anexando relatório mensal com a posição consolidada da carteira do



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

26. Confesso ter dificuldade em crer que um diretor financeiro que decidiu aplicar o caixa da sociedade num empreendimento imobiliário ainda por construir, e que disse à imprensa saber o que a gestora comprava, supusesse estar diante de um fundo de liquidez imediata atrelado ao CDI. Como em outra ocasião, parece-me mais provável que soubesse do que o contrário¹⁴. Não preciso, porém, resolver essa dúvida, porque, faltando a finalidade de obter vantagem indevida, não há fraude.

(c) A finalidade de vantagem ilícita

27. Para si, Erlon nada obteve que os autos revelem ou mesmo que a Acusação alegue. A análise das informações bancárias concluiu não haver transações que evidenciassem transferência de recursos de Marcos Navajas, Alberto Bove, João Adamo ou More para Erlon Tomasi, para o diretor técnico ou para empresas de que eram sócios, e o mesmo resultado se verificou no exame de faturas de cartão, previdência privada e seguros¹⁵.

28. Para a UEGA, a finalidade que ele declarou – reter caixa na sociedade, contra a política de distribuição da controladora, e constituir garantia para crédito futuro – não é vantagem ilícita no sentido do tipo. Vantagem ilícita é a apropriação de patrimônio alheio sem a contrapartida prometida (nota 7). O dinheiro saiu do caixa da UEGA e se converteu em cotas pelo preço pago: se o investimento foi ruim, isso é prejuízo decorrente de uma decisão de que se pode discutir sobre o acerto, mas não apropriação. Uma divergência entre a administração de uma sociedade e suas sócias sobre o destino do patrimônio da própria sociedade pode ser grave, e sua ocultação às sócias pode configurar quebra de deveres do administrador perante elas. Mas é disputa interna ao patrimônio social, cujo foro societário é o da responsabilidade civil por dano causado, não por enriquecimento ilícito.

29. Resta a vantagem de terceiros, Marcos Navajas e Alberto Bove. Para que ela sustentasse a imputação a Erlon Tomasi, seria preciso, primeiro, que o preço pago pelas cotas embutisse sobrepreço, o que não se demonstrou, como exponho ao tratar de ambos os idealizadores do projeto; e, segundo, que Erlon Tomasi tivesse agido com a finalidade de beneficiá-los. Erlon Tomasi declarou não conhecer os vendedores nem saber, à época, que as aquisições se davam no mercado secundário (TA §§150-151). Contra isso, a Acusação traz a sociedade de Erlon com Marcos e Alberto por meio da panamenha Xayona, que o tornou cotista, com eles, da Wilkem a partir de 12.12.2016 (TA §§199-201). O fato merece a atenção que recebeu, e o próprio Erlon admitiu que poderia ser questionado sob as regras de governança do grupo (TA §197). Mas é posterior em dois anos à primeira aquisição, de 9.12.2014 (TA §28), e teria durado cerca de três meses. Um episódio isolado, posterior e efêmero não basta para demonstrar que a decisão de investir, tomada em 2014, visava a beneficiar os vendedores. Quando reconheci conluio entre

Fundo Índico (Doc. 22). O relatório em questão deixava claro que a quase totalidade dos recursos administrados estavam aplicados em ativos com liquidez superior a 180 dias”.

¹⁴ Manifestação de voto no PAS CVM nº 19957.003612/2020-35, Rel. Pres. Int. Otto Lobo, de 28.7.2026, §11, em que registrei perceber como mais provável o conhecimento do acusado, porém com dúvida “maior do que o mínimo necessário para afastar a convicção pela ocorrência do fato para consequência punitiva”.

¹⁵ Relatório SIMBA (SEI 1955233), transcrito na defesa de Alberto Bove.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

vendedores e compradores, o que o demonstrava era a coincidência, operação a operação, entre as posições das partes relacionadas¹⁶; nada equivalente existe aqui.

30. Claro que a constituição de uma sociedade em tais condições pode sugerir que se trata de uma estrutura para transferência de riquezas: Fulano vende um ativo supervalorizado para uma empresa representada por Sicrano, e um tempo depois Fulano e Sicrano abrem uma sociedade num paraíso fiscal. A partir daí, basta alguma criatividade com operações societárias para que Sicrano receba parte do sobrepreço que fez a empresa que administrava pagar. Contudo, no que tange à sociedade que os três constituíram, a Acusação não reuniu elementos que evidenciassem ter servido a sociedade para propósito semelhante.

31. Em suma, o que os autos mostram é um diretor financeiro que, ao que tudo indica, conduziu o caixa da sociedade a investimento ilíquido e de alto risco, e cujas demonstrações financeiras apresentaram esse investimento com características que ele não tinha. Mas não há aí o emprego de ardil com a finalidade de transferir riqueza a si ou a terceiros. Voto pela absolvição de Erlon Caramuru Tomasi da acusação de prática de operação fraudulenta¹⁷.

III.II. MORE INVEST, CADENCE E JOÃO ADAMO JUNIOR

32. A More foi administradora da carteira da UEGA de 29.8.2014 a 6.9.2016 e gestora do Fundo Índico de 25.9.2014 à mesma data; a Cadence sucedeu-a na gestão do fundo a partir de 6.9.2016 (TA §§57 e 109). João Adamo era o diretor responsável por ambas, e a More informou que a gestão do Fundo Índico era conduzida por ele com exclusividade (TA §106). A individualização de sua conduta está, assim, suficientemente feita.

(a) A política de investimentos

33. O contrato de administração não discricionária previa que a política de investimentos do Anexo III regeria a carteira da UEGA (cláusula 1.3); que a decisão final de investimento seria sempre compartilhada, dependendo de aprovação prévia do cliente, admitida até verbalmente (cláusula 1.4); e que, não obstante, a contratada poderia ser gestora de fundos de que a contratante fosse cotista, “com poderes discricionários de gestão, nos termos dos respectivos regulamentos” (cláusula 1.4.1, ii). O Anexo III, por sua vez, indicava composição de 100% em renda fixa. As defesas sustentam que a restrição só alcançaria a parcela de gestão discricionária da carteira, que o corpo do contrato prevaleceria sobre o anexo e que a UEGA teria, de todo modo, consentido com o investimento.

¹⁶ PAS CVM nº 19957.007976/2020-94, de minha relatoria, voto de 8.9.2026, §74: “o parentesco, isolado, nada demonstra (...). Mas o que se imputa não é o vínculo, e sim o uso que dele se fez: a coincidência, operação a operação, entre a posição compradora dos veículos de Daniel e a posição vendedora dos veículos de seus parentes”.

¹⁷ Manifestação de voto no PAS CVM nº 19957.003612/2020-35, Rel. Pres. Int. Otto Lobo, de 28.7.2026, §39: “Absolver por insuficiência de prova ou por inadequação do tipo escolhido não equivale a declarar que os pagamentos foram legítimos (...). Não afirmo que nada houve de irregular, mas que o que se apurou não sustenta, com o rigor aqui exigido, a condenação pelo tipo que se escolheu imputar.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

34. Os deveres estabelecidos entre as partes são o ponto de partida para verificar se foram violados¹⁸. E a própria defesa de João Adamo e Cadence afirma que o Fundo Índico foi constituído como veículo exclusivo da UEGA para operacionalizar os investimentos feitos com base no contrato de carteira administrada. Se o fundo era mesmo um instrumento de execução do contrato, não deveria ter regra diferente que a do contrato. Porém, se o regulamento é posterior, suas disposições prevalecem. No que o contrato posterior diverge do anterior, o posterior prevalece – a não ser que houvesse uma cláusula no negócio mais recente que ressaltasse uma prevalência do mais antigo em caso de divergência, e não há. Resta apenas uma certa ironia na tese de que a restrição alcançaria apenas a gestão discricionária: pelo próprio contrato, era dentro do fundo que a gestão se tornava discricionária. Porém, ainda assim o regulamento prevalece para os investimentos feitos por meio do fundo. De todo modo, ainda que as regras aplicáveis fossem as do contrato anterior, de modo que elas tivessem sido descumpridas, pelo que há nos autos seria talvez até uma hipótese de deslealdade (como no caso BFL, em que não havia sequer discricionariedade a ser balizada por deveres fiduciários¹⁹), mas não de fraude.

35. Para ser fraude, seria preciso ainda o ardil destinado a induzir ou manter alguém em erro, e é aí que a tese não se sustenta em relação às gestoras. Quem seria o enganado? O cotista único, por seu diretor, sabia: Erlon atribui a sugestão do investimento a João Adamo (TA §146), foi alertado pela Petra e decidiu prosseguir, declarou ter dado carta branca sabendo o que se comprava, e a More junta e-mails trocados com ele sobre os investimentos. Mais que isso, antes de qualquer aquisição pelo Fundo Índico, a própria UEGA adquiriu diretamente participação indireta na GBX, de R\$ 10 milhões, mediante carta assinada por dois de seus diretores. Não se engana quem sabe.

36. O erro da Copel, por sua vez, decorre das demonstrações financeiras da UEGA, elaboradas pela UEGA. A Acusação inclui as gestoras no ardil pela estrutura do fundo e pela alteração do prazo de resgate, mas essa alteração foi deliberação da assembleia do fundo, cujo único cotista era a própria UEGA, e a defesa sustenta que ela acompanhou a troca das debêntures da GBX por cotas do Osasco FII. Se a informação chegou ou não à equipe contábil da UEGA é questão interna à UEGA, e há nos autos registro de relatório de carteira enviado pela gestora à cotista. Não vejo demonstrado que as gestoras tenham agido para que as demonstrações da UEGA mentissem.

(b) A vantagem e o alegado conflito de interesses

37. Tampouco há finalidade de vantagem ilícita demonstrada. A remuneração das gestoras era a taxa de administração contratada, de 0,32% sobre o PL da carteira (TA §70), e a Acusação não aponta pagamento, participação ou benefício que tenham recebido dos vendedores das cotas. Tem

¹⁸ PAS CVM nº 19957.007626/2019-94, de minha relatoria, j. em 3.12.2024, §88: “são os deveres estabelecidos entre as partes contratantes no caso concreto que devem servir ponto de partida para verificar se deveres foram ou não foram violados – recorrendo-se, em sucessão, às previsões gerais da lei e regulamentação”.

¹⁹ PAS CVM nº 19957.002220/2021-30 e 19957.004588/2020-51, de minha relatoria, j. em 9.7.2024, §§14-16 e 25 e nota 3: diante de comando direto e expresso do regulamento, “[n]ão havia sequer uma discricionariedade a ser balizada por deveres fiduciários” (§14), e usar os recursos dos investidores em ativos diversos daqueles a que se condicionou o aporte “é, se feito conscientemente, uma atitude desleal” (§25).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

razão a defesa ao dizer que a Acusação não demonstra relação entre as gestoras e Marcos e Alberto.²⁰

38. Erlon afirmou ter sabido, posteriormente, que o sócio da More “também era o gestor do projeto” (TA §146). A própria Acusação, porém, registra que a Cadence só passou a gerir o Osasco FII em 21.12.2017 (TA §147), depois do período dos fatos, e a defesa informa que, a partir daí, a Cadence contratou laudos próprios em contraponto aos apresentados pelos idealizadores e substituiu administradores da GBX por eles indicados. Em todo caso, a presença de partes relacionadas ou de interesses potencialmente conflitantes é elemento acidental: pode estar presente sem qualquer violação, e fraudes podem ocorrer sem ela. É o início de uma verificação, especialmente do dever de lealdade, não sua conclusão²¹. O que importaria demonstrar é que o gestor buscou vantagem em detrimento do cotista, e isso os autos não demonstram.

39. A situação da Cadence é, a meu ver, ainda mais distante das características da infração. Assumiu a gestão do Fundo Índico quando a estrutura já estava montada e a alteração do prazo de resgate já havia ocorrido, e a Acusação lhe estende, por identidade, as mesmas imputações feitas à More (TA §110), inclusive a de não ter observado as alçadas do Comitê Administrativo da UEGA – atos de subscrição de cotas que eram da cotista, não da gestora.

40. Voto, assim, pela absolvição de More Invest Gestora de Recursos Ltda., Cadence Gestora de Recursos Ltda. e João Adamo Junior.

III.III.NÚCLEO MARCOS NAVAJAS E ALBERTO BOVE

41. Marcos Navajas e Alberto Bove idealizaram o projeto e, em 2013, detinham por meio de fundos exclusivos a totalidade das cotas do Osasco FII. Nos anos seguintes, venderam parte delas no mercado secundário, a veículos da UEGA e a outros investidores (TA §33), chegando a 38,65% em 18.4.2019 (TA §27). A Acusação lhes atribui a vantagem que diz ilícita e estima em mais de R\$ 150 milhões (TA §§25 e 32). Convém ter presente o quadro geral do Osasco FII, que em 18.4.2019 tinha a seguinte composição (2022542 - Relatório GSR-2, Quadro 9):

Composição do Osasco FII em 18.4.2019

Cotista	Participação	Ingresso no Fundo
UEG Araucária Ltda. (diretamente, pelo Fundo Índico e pelo Cadence Salton FIM)	30,23%	9.12.2014
Marcos Navajas (por fundos exclusivos)	19,58%	24.7.2013 (49,95%)
Alberto Coppola Bove (por fundos exclusivos)	19,07%	24.7.2013 (50,05%)
Buena Vista Investments Limited	9,96%	5.2.2015
Fundos de investimento (consolidado)	8,95%	6.7.2015 ^(a)
Institutos de previdência (consolidado)	8,01%	29.7.2014 ^(a)
Pessoas físicas (consolidado)	3,64%	17.2.2014 ^(a)

²⁰ Defesa de João Adamo e Cadence, §319: “leia-se e releia-se o Termo de Acusação e não se identificará uma linha sequer demonstrando qual seria a relação entre os Defendentes e os Srs. Marcos Navajas e Alberto Bove.”

²¹ PAS CVM nº 19957.007626/2019-94, de minha relatoria, j. em 3.12.2024, §§15 e 48; PAS CVM nº 19957.002220/2021-30 e 19957.004588/2020-51, de minha relatoria, j. em 9.7.2024, §49: a transação com parte relacionada “não é um indício, mas é um início de uma verificação do cumprimento dos deveres, especialmente o de lealdade”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Outros (consolidado)	0,56%	–
Total	100,00%	

^(a) Data de ingresso do primeiro cotista da categoria. Fonte: Relatório GSR-2, Quadro 9.

42. A UEGA foi a maior cotista, mas não a única investidora: fundos, institutos de previdência e pessoas físicas detinham cerca de 31% das cotas, e nenhum deles é apontado como induzido em erro. Mais que isso, a própria UEGA vendeu cotas com alto percentual de valorização sobre o que investiu ao Instituto de Previdência da OAB do Rio de Janeiro, a R\$ 17.985.902,00 por cota, cerca de 9,7% acima do preço médio de R\$ 16.395.035,56 que pagara aos idealizadores, e a dois fundos multimercado que somavam 4,13% do Fundo (Relatório GSR-2, §§94 e 97; TA, Quadro 5). Nessas vendas, a UEGA ocupou a mesma posição que se imputa aos acusados como fonte de vantagem ilícita. E não se desfez do investimento: sua participação passou de 23,78% em 2015 para 33,37% em 2016 e ainda era de 30,24% em 2019 (Relatório GSR-2, Quadros 34 e 40 e §92).

43. Sem pretensão de paráfrase ou reprodução das doudas peças de defesa e parecer jurídico juntados, mas reconhecendo a consistência de seus fundamentos, concordo não haver elementos para concluir pela materialidade da infração quanto a ambos os acusados aqui tratados.

44. O primeiro problema é que a peça acusatória não lhes atribui ardil algum. As passagens que descrevem o ardil e a indução em erro tratam da contratação da gestora, das alçadas, do regulamento do fundo e da classificação contábil (TA §§233-248) – nenhum desses atos foi praticado por eles.²² A vantagem, isolada, não é fraude, ainda que ilícita fosse: é preciso o dolo de ludibriar alguém para obtê-la²³.

45. O segundo é que não se demonstrou sequer a ilicitude da vantagem. O preço das cotas acompanhou as marcações da carteira, feitas com base em laudos de avaliação da HLV, da Deloitte e da Colliers (TA §24). Fora de erros materiais ou de indícios fortes de ilícito, a CVM não deve questionar as escolhas profissionais do avaliador; apenas informações falsas deliberadamente utilizadas para enganar podem ser tratadas como elemento constitutivo de fraude²⁴. A Acusação não aponta laudo falsificado, nem premissa desmentida por documento contemporâneo firmado por quem alimentou o avaliador com informações, como na situação em que reconheci fraude em laudo de avaliação²⁵. O que alega é que uma das premissas dos laudos seria a obtenção de recursos para a execução do projeto, frustrada pelas vendas no mercado secundário (TA §183), o que a

²² Parecer de Gustavo Gonzalez (Doc. 01 da defesa de Alberto Bove), §97: “a própria área técnica da CVM reconhece que o Sr. Alberto não teve qualquer relação com os supostos ardis que teriam induzido ou mantido em erro os usuários das demonstrações financeiras da UEGA.”

²³ PAS CVM nº 19957.007626/2019-94, de minha relatoria, j. em 3.12.2024, §76: “Embora a Orla possa ter até recebido vantagem ilícita, este não é o único elemento da fraude. É preciso o dolo de ludibriar investidores para recebê-la.”

²⁴ PAS CVM nº 19957.007626/2019-94, de minha relatoria, j. em 3.12.2024, §46; PAS CVM nº 19957.007976/2020-94, de minha relatoria, voto de 8.9.2026, §§33-36 e nota de rodapé 5, e precedentes ali referidos (PAS CVM nº 19957.006657/2020-61, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 27.2.2024, §112; PAS CVM nº 19957.005983/2019-18, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 10.8.2021, §§106 e 110).

²⁵ PAS CVM nº 19957.007626/2019-94, de minha relatoria, j. em 3.12.2024, §§52-54, em que o laudo projetava receita líquida anual de R\$ 46,4 milhões para espaços já cedidos, meses antes, por R\$ 360 mil ao ano, em contratos assinados por quem forneceu as informações ao avaliador.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

defesa contesta ao afirmar que os laudos se centravam nos terrenos e em seu potencial.²⁶ É divergência sobre premissas de avaliação, não falsidade.

46. Quanto ao número de R\$ 150 milhões, a própria Acusação explica que corresponde à quantidade de cotas alienadas multiplicada pelo preço de uma data de referência (TA §25). Mede o que os vendedores receberam, não o que teriam recebido a mais do que as cotas valiam; trata a participação alienada como se nada valesse, e inclui vendas a investidores que não são objeto desta acusação.²⁷ É um fluxo financeiro, não uma vantagem²⁸. Apurar sobrepreço pressuporia conhecer o valor real das cotas à época das vendas, o que não se fez e, pior, nem se tentou fazer. E que fundadores de um projeto vendam parte de sua participação a novos investidores, inclusive para se recapitalizar, nada tem de irregular em si. Segundo as defesas, aliás, o empreendimento foi retomado e seus imóveis foram alienados, em dezembro de 2024, a sociedades do grupo Tibério, incorporadora que lhe dará continuidade (defesa de Cadence e João Adamo, §§199-202 e Docs. 44 e 45; defesa de Marcos Navajas, §87; parecer de Gustavo Gonzalez, Doc. 01 da defesa de Alberto Bove, §§ 30-32), de modo que, a seu ver, o prejuízo suportado pela UEGA não decorreu de investimento em ativo fictício. As demonstrações financeiras de 2025 da Estação Osasco (atual denominação da GBX), juntadas por Cadence e João Adamo, confirmam a operação: o terreno foi dado em pagamento de dívidas em troca do direito a 8,82% da receita bruta de vendas das unidades a serem desenvolvidas, registrado por R\$ 95,2 milhões. O auditor, porém, ressaltou a ausência de garantias quanto à liquidez desses fluxos, justamente no item invocado pela defesa, e apontou incerteza relevante sobre a continuidade da companhia. O documento não demonstra o êxito do empreendimento nem a recuperação do investimento da UEGA, mas reforça que não se tratava de ativo fictício. Isto não afasta possíveis falhas geradoras de responsabilidade civil, no que aqui não se aprofunda, mas fragiliza a narrativa de que a dimensão do prejuízo seria correspondente ao que as vantagens teriam tido de indevidas.

47. Resta a ligação com Erlon, por meio da Xayona, que já mencionei. Marcos Navajas afirma que a sociedade panamenha era um registro de prateleira e que apenas a transferiu a Erlon quando este lhe pediu uma forma de investir no exterior, e Alberto Bove sustenta não o conhecer. Qualquer que seja a versão correta, trata-se de relação posterior à maior parte das aquisições e sem demonstração de vínculo com as decisões de investir, insuficiente para demonstrar que os vendedores integravam um desígnio comum com o comprador. Houvesse transferência de riquezas em favor de Erlon, sem contrapartida, é certo que se deveriam aprofundar as investigações para apurar se corresponderiam a transferência de parte de vantagens excepcionais obtidas na operação

²⁶ Parecer de Gustavo Gonzalez, §138: “A respeito das avaliações realizadas, não vejo quaisquer indícios de que tenham sido excessivas – e nem a área técnica da CVM ressaltou quaisquer problemas no mérito das avaliações realizadas.”

²⁷ Defesa de Marcos Navajas, §93: “o Defendente não compreende como foi calculado esse ‘lucro’ de R\$ 150 milhões. É como se as cotas do Osasco FII e, por consequência, a participação havida na GBX não valessem nada – zero. Pois somente assim é que o valor da venda das cotas representaria, integralmente, um ‘lucro’, como afirma, sem qualquer cuidado, o Termo de Acusação.”

²⁸ PAS CVM nº 19957.007976/2020-94, de minha relatoria, voto de 8.9.2026, §119, em que afastei os múltiplos da dosimetria porque os quadros da acusação “medem fluxos financeiros, e não vantagens”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

com a UEGA. Porém, como já afirmado anteriormente, se algo assim aconteceu, nenhum rastro chegou a estes autos.

48. Voto, por isso, pela absolvição de Marcos Navajas e de Alberto Coppola Bove.

IV. CONSIDERAÇÕES FINAIS

49. Reconheço o trabalho de apuração conduzido pelas áreas técnicas, que reuniu elementos relevantes sobre fatos com aspectos graves. É compreensível que, diante do prejuízo e da grave inconsistência contábil, a Acusação tenha buscado reuni-los sob a imputação mais grave. Assim, a absolvição que entendo decorrer dos autos não contradiz o que o Colegiado decidiu no caso dos ex-diretores da Copel. Em tese, se contradissesse, não necessariamente decorreria de erro no julgamento anterior, pois o que lá se decidiu foi com base naqueles autos, não nestes. Nem chega a contradizer: alguém manteve a Copel em erro quanto ao que o investimento representava. Mas o que falta, para a operação fraudulenta, é a finalidade de vantagem ilícita e o concerto entre os acusados para obtê-la. A absolvição, por insuficiência de prova ou inadequação do tipo escolhido, não equivale a declarar que os investimentos foram de todo regulares, que a governança da UEGA foi respeitada ou que as gestoras cumpriram todos os seus deveres perante a cotista; apenas que não houve prática de operação fraudulenta.

V. CONCLUSÃO

50. Por todo o exposto, voto pela absolvição de Erlon Caramuru Tomasi, More Invest Gestora de Recursos Ltda., Cadence Gestora de Recursos Ltda., João Adamo Junior, Marcos Navajas e Alberto Coppola Bove da acusação de prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, nos termos da Instrução CVM 8.

51. Comunique-se o resultado deste julgamento ao Ministério Público Federal.

Rio de Janeiro, 6 de outubro de 2026.

João Accioly

Diretor Relator